

CRISES DE LA DETTE DANS LES PAYS EN VOIE DE DÉVELOPPEMENT ET DANS LA ZONE EURO : INCITATIONS RATIONNELLES DES FONDS VAUTOURS ET ANNULATION DE DETTE

ANDRÉ M. NYEMBWE*

1. INTRODUCTION

La fin de la première et le début de la deuxième décennie du vingt et unième siècle sont caractérisés par une crise financière à dimension mondiale, notamment en ce qui concerne ses effets sur l'activité économique. La dernière déclinaison de ladite crise est la crise de la dette souveraine qui affecte l'Union Européenne, en particulier la zone euro. Dans cette zone, le cas le plus interpellant est celui de la Grèce, en récession depuis plusieurs années. Elle doit impérativement être secourue par les partenaires européens pour rembourser sa dette et continuer à emprunter sous peine d'être carrément déclarée en faillite. La détresse économique de la Grèce a créé un ap-

pel d'air pour les fonds d'investissement dits « fonds vautours », qui sévissent habituellement contre les pays en développement (PVD) endettés et exclus pour beaucoup d'entre eux des marchés financiers. Ces fonds d'investissement ont racheté les créances des PVD alors que leur valeur marchande était bien inférieure à leur valeur faciale. Ils mènent des actions judiciaires pour contraindre les pays débiteurs à rembourser principal, intérêts et pénalités qui se cumulent en des sommes colossales. Pour ce faire, des décisions de justice imposent des saisies des biens ou des capitaux appartenant ou destinés aux pays débiteurs.

Pendant que se développe cette pratique, la praxis internationale dans la résolution des crises de la dette a progressivement fait de l'annulation partielle de la dette une de ses composantes majeures. Pourtant, l'annulation de la

* Professeur d'économie à l'Université de Kinshasa et à l'Université catholique de Louvain.

dette publique, multilatérale et même privée, en réduisant le poids de la dette extérieure globale, est susceptible d'inciter les fonds voutours à mener des actions de recouvrement au risque d'annihiler les efforts d'allègement du poids de la dette.

Le cas de la Grèce dont un effacement partiel de la dette par les banques – accompagné de réformes budgétaires particulièrement rigoureuses – a été obtenu après moult péripéties, n'est pas sans rappeler la gestion de la crise de la dette des PVD et l'action que ces fonds voutours y mènent. Les créanciers privés de la Grèce d'abord très réticents ont, sur insistance des gouvernements de la zone, accepté d'adhérer à un plan de réduction de dette. Mais les fonds voutours avaient déjà intégré le groupe des créanciers avec un statut particulier susceptible de leur faire bénéficier des avantages de ce plan d'annulation partielle de la dette sans participer à l'effort. Contrairement aux PVD victimes des fonds voutours, la Grèce, du fait de son appartenance à la zone euro, peut encore être sauvée de l'éjection des marchés financiers. Au final, une crise peut donc offrir aux fonds voutours l'opportunité de « profiter » d'un plan de sortie de crise au détriment des gouvernements, des populations en détresse et des autres créanciers que l'on peut qualifier de « standards ». L'efficacité et peut-être même le bien-fondé d'un plan d'annulation de dette pourrait être remis en cause.

Le présent article met en parallèle la crise de la dette européenne, en l'occurrence le cas grec, et celle des PVD d'une part, et d'autre part, la situation des fonds voutours et celle des créanciers standards. Il rappelle les incitations des

créanciers privés à annuler partiellement une dette souveraine et rationalise celles des fonds voutours à agir malgré la détresse des populations et des autres créanciers impliqués dans un processus d'annulation de dette. De cette mise en parallèle et de cette rationalisation du comportement des créanciers privés, l'article veut montrer que la problématique posée par les fonds voutours dans un contexte d'annulation de dette ne peut être résolue sans une action exogène, c'est-à-dire, une action politique comme la récente interdiction de spéculer sur la dette souveraine au moyen des *credit default swaps* (CDS) en Europe¹. La deuxième section présente le concept d'annulation partielle de dette comme élément central des plans de sortie de crise en passant par les résultats d'études empiriques. La troisième section rationalise le comportement des fonds voutours à travers l'analyse d'une courbe Laffer de la dette. Elle montre comment l'annulation de la dette, tout en étant bénéfique pour les pays débiteurs et les créanciers privés standards, peut inciter davantage à un comportement de type voutour. La quatrième section conclut en résumant les enseignements de l'analyse et propose une base pour des solutions envisageables dans la lutte contre le phénomène des fonds voutours et pour la préservation de la pratique d'annulation de dette.

1. Lire "Stop à la spéculation sur la dette des Etats", article en ligne du 5/11/2011 sur le site www.lesechos.be. Lien: http://www.lecho.be/actualite/economie_politique_europe/Stop_a_la_speculation_sur_la_dette_des_Etats.9127134-3323.art

2. ANNULATION DE LA DETTE SOUVERAINE : LA THÉORIE ET LA PRATIQUE

2. 1. La rationalité théorique de l'annulation de la dette

La théorie sur la rationalité d'une annulation de dette souveraine est apparue dans la deuxième moitié de la décennie des années 1980. Il devenait alors évident que les multiples programmes d'échelonnement de dette ne permettraient pas à plusieurs PVD de sortir des difficultés de remboursement et qu'il fallait envisager d'autres solutions. Une problématique majeure traitée dans la littérature théorique peut se résumer en une question : sous quelles conditions une annulation de dette devient mutuellement profitable tant pour le créancier que pour le pays débiteur ? Bien que cette question puisse s'appliquer à tout type de créancier¹, les détenteurs de créances souveraines négociables sur le marché financier secondaire sont les plus directement concernés. Le point de départ est l'émergence d'une dette insoutenable. Krugman (1988) a défini comme poids insoutenable de la dette une situation telle que les créanciers n'attendent plus un remboursement total. Il précise même qu'il existerait une courbe Laffer de la dette (Krugman, 1989). Celle-ci indique que la valeur de la dette sur le marché secondaire se détache de la valeur faciale au fur et à mesure que le montant de la dette augmente. Après un pic, elle commence à diminuer, traduisant ainsi un poids de la dette de plus en plus insupportable. Un

accroissement du montant de la dette réduit son prix sur le marché. Dans cette zone de la courbe descendante, une réduction du montant de la dette – suite à une annulation partielle – aurait alors un effet contraire sur le prix de la dette sur le marché, à l'avantage du créancier. L'argumentation principale développée dans la suite de cet article sera d'ailleurs basée sur la courbe Laffer de la dette.

La justification de l'existence d'une courbe Laffer de la dette – ou celle d'un effet démotivant du poids excessif de la dette et partant d'une possibilité d'annulation de dette mutuellement bénéfique – a été largement discutée par Cline (1995)². Un poids excessif de la dette peut être considéré comme un frein à la croissance, car il découragerait l'investissement. Le remboursement de la dette avec des ressources provenant d'un effort d'investissement signifierait un effort sans récompense car les ressources supplémentaires créées iraient vers les créanciers. Dans ce contexte, une annulation de dette renforcerait la volonté d'investir et donc impacterait positivement la croissance et la capacité de remboursement du pays débiteur. Le phénomène d'un poids excessif de la dette et l'existence d'un effet démotivant sur les investissements peut se justifier de différentes manières. Les agents économiques renonceraient à investir par crainte de devoir supporter de taxes supplémentaires dont les montants seraient destinés au service de la dette. Un Etat pourrait lui-même renoncer à faire des efforts d'ajustement nécessaires pour investir si le revenu supplémentaire

1. Une dette publique peut en principe également être revendue comme ce fut le cas de la Roumanie qui a cédé une créance publique sur la Zambie à Donegal International Limited, un fonds vautour (Fukuda, 2008).

2. Voir dans Cline (1995, pp. 157-193) les différents arguments théoriques de la littérature et les objections émises par différents auteurs.

découlant de l'investissement est censé échoir dans les comptes des créanciers.

A côté de cet effet démotivant d'un poids excessif de la dette, une dette extérieure massive peut affecter les performances économiques d'un pays, et donc sa capacité de remboursement, de plusieurs autres manières (Arnone et Presbitero, 2009, chap. 6). Par exemple, la mobilisation de ressources disponibles pour le service de la dette est de nature à créer un effet d'éviction sur l'investissement si le pays fait face à un problème de liquidité. En outre, une incertitude dans le chef des investisseurs en ce qui concerne les flux d'aide attendus, la capacité d'emprunt additionnel et de remboursement est de nature à pousser ceux-ci à différer leurs projets d'investissements financiers en faveur du pays. Une réduction du poids de la dette via notamment une annulation partielle est donc susceptible d'affecter positivement l'investissement et la croissance.

2.2 La pratique internationale récente de l'annulation de la dette souveraine

Alors que la problématique des fonds voutours n'est pas encore résolue, les créanciers privés, publics et multilatéraux des pays endettés ont dû négocier avec une flexibilité plus ou moins forcée divers plans de sortie des crises de la dette. Progressivement, la notion de réduction du poids de la dette – et plus particulièrement celle d'une annulation de la dette – est devenue prépondérante dans les options adoptées sous la houlette des institutions financières internationales.

Le Plan Baker : lorsque la première crise de la dette est survenue en Amérique Latine au début de la décennie 1980, la première réponse concertée fut le

Plan Baker. Celui-ci consistait essentiellement à assurer que les pays pourraient bénéficier de nouveaux prêts tout en négociant des rééchelonnements de leurs dettes et arriérés. En résumé, le principe du plan pour les créanciers était d'accorder de nouveaux prêts et obtenir à travers le rééchelonnement une meilleure garantie de remboursement à des échéances plus reculées. Non seulement les créanciers n'ont pas fourni assez de nouveaux capitaux mais en plus les indicateurs du niveau d'endettement n'ont pas pour autant baissé¹. Une évolution de mentalité vers l'annulation partielle de la dette privée commença à s'imposer.

Le Plan Brady : le plan Brady qui fut mis en place en 1989 intégra formellement l'annulation partielle² de la dette commerciale comme composante majeure dans la stratégie de résolution de la crise de la dette. L'accord consistait pour les créanciers à accepter une décote de leurs créances en échange d'une garantie sur la partie restante avec une couverture financière offerte par le Fonds Monétaire International et la Banque mondiale.

L'initiative PPTE/AD-M : Les PVD les moins avancés ont vu leur endettement s'accroître au fil des années malgré les multiples plans de rééchelonnement de dette négociés notamment avec le Club de Paris. Les pays ciblés, en plus d'avoir une dette en grande partie composée de créances publiques (dette bilatérale), voyaient la dette multilaté-

1. Cline (1995, pp 208-215) incrimine l'incapacité des pays débiteurs à satisfaire aux conditionnalités des programmes de réformes soutenus par le Fonds Monétaire International.

2. Easterly (2002) signale que l'annulation des intérêts de la dette avait été pratiquée en faveur d'un groupe de pays parmi les moins avancés par le CNUCED dans le cadre d'un programme couvrant la période 1977-79.

rale croître substantiellement comme composante de la dette extérieure totale. L'initiative PPTE fut lancée en 1996 – renforcée et étendue à plus de pays en 1999 – et complétée par l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) en 2005. Sous l'égide du FMI et de la Banque mondiale, ce programme permet à un pays qui a satisfait à des exigences de réformes économiques et de gouvernance à accéder à une annulation de dette. Par rapport aux stratégies antérieures, l'initiative PPTE/IADM intègre également la réduction de la dette vis-à-vis des institutions multilatérales. Le consensus international avait pourtant été jusqu'alors « la non-aliénation de la dette multilatérale » vu le rôle de prêteurs en dernier ressort que les institutions financières internationales jouaient (Kaiser, 2011).

Le plan de sortie de crise de la dette grecque : le processus de résolution de la dette grecque en cours inclut également une composante d'annulation partielle de dette. Un accord de principe imposé par les gouvernements de la zone euro a permis que les banques européennes acceptent d'échanger leurs créances actuelles contre de nouvelles avec décote, mais caractérisées par une meilleure garantie de remboursement. L'accord est censé aboutir à une annulation de dette de 106 milliards de dollars. Ce plan est également assorti d'une vaste réforme visant le redressement des finances publiques. Le succès de ce plan stratégique a longtemps été caractérisé par l'incertitude pour plusieurs raisons. Les banques voudraient des taux d'intérêt bien plus élevés sur les nouvelles créances que le gouvernement grec pense être en mesure de supporter ; et les fonds vautours qui ont racheté une partie de cette

dette voudraient empêcher l'adoption d'une clause d'action collective qui entraînerait une annulation partielle plus substantielle de la dette pour tous les détenteurs de créances sur la Grèce.

2. 3. Les effets de l'annulation de la dette : résultats empiriques

En marge de l'argumentation théorique sur l'annulation de la dette et de sa mise en pratique, des études empiriques se sont également multipliées, d'une part, pour tester la validité des théories et, d'autre part, pour évaluer les résultats des mesures d'annulation de dette mises en place dans le cadre du Plan Brady et de l'IPPTE/IADM.

Certaines études empiriques ont remis en cause la pertinence théorique de l'annulation mutuellement bénéfique de la dette ; et ce, soit en indiquant que peu de créances souveraines pouvaient être situées sur la partie de la courbe de Laffer favorable à une annulation de dette, hormis peut-être celles des pays de l'Afrique Subsaharienne (Sachs & Huizinga, 1987), soit en rejetant l'existence de l'effet démotivant – et donc de l'annulation de la dette – sur la production ou l'investissement (Chauvin & Kraay's, 2005). Par ailleurs, Rao (2007) a trouvé que les mesures d'annulation de dette souveraine ne semblent pas avoir eu un impact positif sur la notation (rating) des pays qui en ont bénéficié. Elles sont pourtant censées en avoir, car l'effet démotivant devrait disparaître et cette disparition devrait être perçue par les analystes financiers. Ce manque d'impact

1. "Hedge funds give Greek bonds wide berth", article en ligne sur FT.com (Financial Times). Posté le 24 janvier 2012. Lien : <http://www.ft.com/cms/s/0/6914573a-45cd-11e1-acc9-00144feabdco.html#axzz1p1aRG9mJ>

empirique peut cependant n'être que la conséquence d'un ré-endettement massif qui maintiendrait élevé le poids de la dette, ou d'une persistance de flux d'aide massive vers ces pays, rendant improbable un quelconque impact de l'annulation de la dette sur l'effet démotivant (Rao, 2007 ; Chauvin & Kraay, 2005).

Plusieurs autres études ont démontré que la réduction du poids de la dette en général – y compris l'annulation de la dette – a bel et bien eu un effet positif soit sur la croissance, soit sur l'investissement dans les pays qui en ont bénéficié, et même sur la valeur de capitalisation des actifs des pays concernés. Arslanalp et Henry (2005), par exemple, montrent que la réduction de la dette du Plan Brady a permis une montée de la valeur de la capitalisation boursière dans les pays bénéficiaires en parallèle avec un accroissement de flux nets de capitaux, de l'investissement et de la croissance. Ceci suggère bien l'existence d'un poids excessif de la dette entraînant une décote de créances et un effet démotivant. Ce poids se réduit ou disparaît avec une annulation partielle de la dette. De même, Hussain et Gunter (2005) avaient trouvé un impact positif de l'initiative PPTE sur la croissance et la réduction de la pauvreté alors que Fonchamnyo (2009) a démontré que dans le groupe des pays à faible revenu, ceux qui ont bénéficié de l'initiative PPTE ont en moyenne accompli de meilleures performances en termes d'investissement, de soins de santé, d'accès à l'enseignement secondaire et de croissance du PIB par habitant.

Il convient néanmoins de noter que certaines études suggèrent qu'un impact de la réduction du poids de la dette sur l'investissement et/ou la croissance n'est pas automatique. Il est susceptible

d'affecter davantage les pays à revenu moyen que les pays à faible revenu qualifiés de PPTE (Arslanalp et Henry, 2005 ; Armone et Presbitero, 2009 ; Johansson, 2010). L'investissement – et donc la croissance – dépendrait essentiellement de l'existence des infrastructures, de la gouvernance ou des réformes débouchant sur un meilleur environnement pour les investisseurs. Les pays à revenu intermédiaire seraient donc les mieux placés pour profiter d'un effet de l'annulation de dette. Puisque les plans d'annulation de dette incluent des réformes susceptibles d'impacter positivement l'investissement et la croissance, on peut en déduire qu'ils intègrent ce type de résultats empiriques.

Toutefois, l'impact de la crise financière internationale de 2008-2009 a démontré que l'initiative PPTE avait eu un effet positif sur les capacités des pays pauvres à mener des politiques contracycliques et ainsi diminuer l'impact négatif de la crise.

3. APPROCHE DE LA PROBLÉMATIQUE DES FONDS VAUTOURS PAR LA COURBE LAFFER DE LA DETTE

Si, théoriquement et – dans une moindre mesure – empiriquement, il existe suffisamment d'indications du bien-fondé d'une annulation partielle de la dette souveraine, tous les créanciers ne sont pas logés à la même enseigne. Le créancier privé « standard » est confronté au dilemme de savoir s'il faut refinancer pour sécuriser la créance existante ou annuler partiellement la dette et hériter d'une situation potentiellement plus avantageuse. Un fonds voutour, par contre, y échappe et attend patiemment le

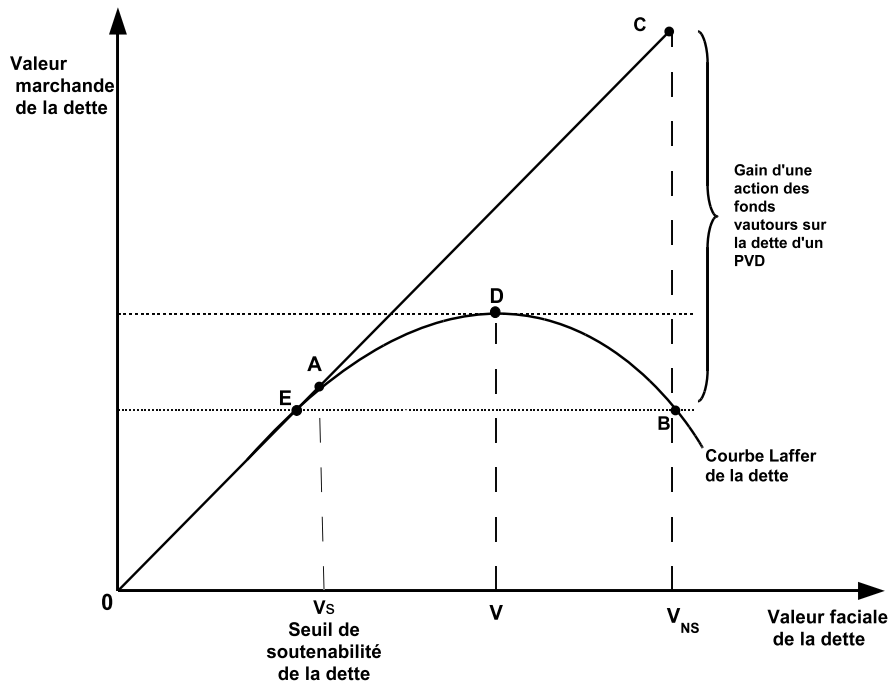
moment favorable d'intenter une action devant les tribunaux pour obtenir la totalité de la créance. Cette asymétrie met en péril la pratique d'annulation de dette. Pour le montrer, le présent article complète la courbe de Laffer en y adjoignant une hétérogénéité des créanciers. Son interprétation permettra par ailleurs de distinguer le cas d'un pays endetté demeurant sur les marchés financiers de celui d'un pays endetté exclu de ces marchés.

a. La rationalité de l'annulation de la dette privée

La courbe Laffer de la dette (Figure 1), proposée par Krugman (1989) permet de montrer, d'une part, dans quelle mesure la situation de la Grèce est dif-

férente de celle des PVD et, d'autre part, dans quelle mesure les fonds voutours ont une incitation à continuer leurs actions sur les marchés financiers au détriment des pays endettés. La valeur marchande de la dette telle qu'attendue sur le marché secondaire est représentée sur l'axe des ordonnées, alors que la valeur faciale de la dette est sur l'axe des abscisses. Le long de l'axe à 45°, la valeur faciale de la dette est égale à sa valeur sur le marché. Ce sera le cas tant que le poids de la dette est clairement soutenable et ne suscite aucune décote sur les marchés financiers. Dans ce modèle graphique, la soutenabilité de la dette continue tant que le montant de la dette n'a pas encore dépassé le niveau V_s . Le risque de défaut est infime, l'investisseur

Figure 1 : Courbe Laffer de la dette et action des fonds voutours



s'attend au remboursement du principal et au paiement de l'intérêt sans crainte. Cet état des choses prévaut quand la dette est dans la zone allant de 0 à V_s , soit de l'origine de la courbe au point A. Au-delà d'un montant V_s , la dette commence à devenir insoutenable. Après le point A, la valeur marchande devient inférieure de la valeur faciale, car les marchés anticipent une faible capacité de remboursement. Pour tout niveau supérieur au montant V , la dette devient excessivement insoutenable au point que tout accroissement de sa valeur faciale entraîne tout simplement une baisse de sa valeur marchande, tant les perspectives de remboursement liées au montant de la dette se sont continuellement dégradées. C'est notamment le cas d'un PVD dont la valeur faciale serait V_{NS} , NS indiquant le caractère non-soutenable.

Théoriquement, on peut ressortir, comme Krugman (1989) l'a fait, une zone favorable à l'acceptation par les créanciers privés d'une annulation partielle de la dette sur base de la valeur de marché. Au delà du montant V de la dette, un accroissement de sa valeur faciale diminue sa valeur marchande. A l'inverse, une réduction de la dette accroît le prix de la dette sur le marché secondaire¹. Ainsi, au niveau V_{NS} , tout détenteur d'une créance sur le pays a intérêt à accepter une décote de la valeur faciale qui équivaldrait à une annulation partielle de la dette. Par exemple, en passant du montant V_{NS} à V , la créance verrait son prix augmenter alors qu'on irait du point B

1. A chaque point sur la courbe de la dette, le prix de marché d'une la créance est représenté par la pente de la droite reliant ce point à l'origine des axes 0. Sur l'axe de 45°, le prix de la créance est égal à l'unité, soit 100% de sa valeur.

au point D. La réduction de la dette a ainsi rehaussé la capacité de remboursement, l'effet démotivant du poids de la dette ayant baissé. On est là en présence d'un traitement « endogène » de la dette basé uniquement sur les incitations de gain de prix sur le marché secondaire.

L'asymétrie dans le traitement des crises de la dette grecque et des PVD peut maintenant être analysée à l'aide de la courbe Laffer de la dette. A travers les différences relevées, du fait d'un traitement particulier de la dette grecque, il sera évident que le seul fait de l'appartenance à la zone euro confère un avantage asymétrique à la Grèce qui demeure ancrée aux marchés financiers, la possibilité d'action des fonds vautours étant la sanction de cette asymétrie. Il faudrait garder néanmoins à l'esprit que ce modèle graphique n'est pas dynamique, bien qu'il mette en rapport l'évolution de la dette faciale et sa valeur de marché.

b. L'appartenance à une zone monétaire à grande capacité financière

Imaginons que la dette de la Grèce soit à un niveau non-soutenable V_{NS} . Les pressions des marchés sur la Grèce n'ont pas réussi à rendre sa dette « totalement prenable » par les fonds vautours. La Grèce peut toujours emprunter sur les marchés financiers tant qu'elle reste capable de rembourser à des taux d'intérêts élevés. Deux scénarios sont possibles par rapport à l'action que les pays partenaires de la zone euro peuvent mener pour résoudre la crise de la dette. Premièrement, on peut imaginer que les mécanismes du marché entraînent un traitement endogène de la dette. La dette de la Grèce peut ainsi diminuer avantageusement de V_{NS} à V . On passerait de

B à D. Cette opportunité de réduction de la dette n'est possible que si malgré une crédibilité entamée auprès des investisseurs, le pays reste ancré aux marchés financiers. En effet, au point D, la valeur faciale de la dette est toujours décotée, mais les anciens créanciers continuent à prêter au pays débiteur pour sauvegarder leurs créances existantes et éviter le défaut de paiement ou carrément la faillite. En d'autres termes, les investisseurs pensent qu'ils peuvent prendre un plus grand risque avec la Grèce, mais espèrent que celle-ci finira par rembourser, quitte à faire payer ce risque au prix fort. Évidemment, cette prise de risque est possible grâce au développement du marché des produits financiers dérivés sur lesquels on peut s'assurer contre le risque de défaut, tant que la Grèce reste connectée aux marchés financiers. L'implication des pays partenaires de la zone euro telle qu'elle s'est faite à travers un plan de sauvetage soutenu par le Fonds européen de stabilité financière explique ce type de dénouement. Ces pays ont emprunté à des taux bas pour prêter à la Grèce qui a donc pu assurer le remboursement des dettes échues à court terme. Certaines banques ont également dû continuer à prêter à la Grèce pendant les turbulences, soit de manière volontaire, soit parce qu'elles ont été priées de le faire par les pouvoirs publics de leurs pays de résidence respectifs dans l'optique de la recherche concertée de solutions à la crise.

Deuxièmement, l'action politique concertée des partenaires de la zone euro constitue un élément exogène susceptible de conduire à une issue encore plus favorable au pays débiteur et à tous les créanciers, car basée sur la prise en compte du long terme et de la stabilité du système financier européen. Étant

donné le risque d'implosion de la zone euro, les pouvoirs publics peuvent, à travers une série de mesures et de garanties, pousser les banques à s'impliquer dans la résolution de la crise de manière beaucoup plus durable. En effet, bien que – en partant du point B – le traitement endogène évoqué ci-dessus améliore la situation des créanciers et du pays débiteur au point D, le système financier reste néanmoins instable. Le poids de l'endettement reste présent et élevé, le pays ne restant ancré aux marchés financiers qu'au prix de paiement de primes de risque substantielles et le recours par les investisseurs aux CDS dont le caractère spéculatif est avéré. Le risque de propagation du manque de confiance aux autres pays de la zone est de nature à faire du retour à une stabilité financière durable au sein de la zone la solution la plus viable. Ainsi, le challenge pour les décideurs de la zone euro serait un retour de la Grèce dans la zone de dette soutenable s'étendant de 0 à VS. Comme on pourrait s'y attendre les investisseurs accepteraient plus facilement une réduction du montant de la dette si leur situation de court terme ne se détériore pas, fût-ce au prix d'une stabilité ultérieure du système. Ceux-ci pourraient accepter une annulation partielle de dette assez substantielle qui amènerait le montant en deçà de Vs, mais permettrait au moins de garder la valeur marchande de leurs créances intacte. C'est ce qui peut être obtenu au point E. A ce point, les investisseurs pourraient accorder de nouveaux prêts dans un environnement plus sûr. Tous les acteurs seraient dans une situation meilleure, en particulier le pays débiteur qui se retrouve à nouveau ancré de manière durable sur les marchés financiers.

c. Les pays en développement totalement à la merci des fonds vautours et perturbations du plan de sauvetage de la Grèce

Contrairement à la Grèce, dont le plan de sauvetage n'est que perturbé par les fonds vautours, plusieurs PVD qui ont connu la défiance sur les marchés financiers et en ont tout simplement été éjectés. Ils ont accumulé des arriérés à tel point que le poids de la dette est devenu exorbitant. Bien que la dette commerciale ne constitue pas la plus grosse part de leur endettement extérieur, elle est certainement celle qui hypothèque le plus les efforts de développement car elle n'a pas, pour beaucoup de ces pays, fait l'objet d'un processus de traitement à grande échelle. Les fonds vautours ont racheté ces créances à un prix de marché bas et lancent leurs actions de recouvrement forcé. Le modèle graphique de la figure 1 permet de comprendre les incitations des fonds vautours à privilégier ce type d'action ; ce qui rend difficile une résolution endogène comme dans le cas grec à travers des réductions de dette commerciale.

Une créance de montant V_{NS} implique qu'un détenteur lambda s'attend à récupérer le montant V_{NSB} . Un fonds vautour par contre, en menant son action, peut contraindre le gouvernement débiteur à rembourser le montant $V_{NS}C$; ce qui représente un gain exogène de BC . On constate aussi que l'accentuation de la non-soutenabilité de la dette, causée par l'accroissement de celle-ci, est profitable à un comportement de type vautour. En partant du montant V_{NS} , un accroissement de la dette à cause de l'accumulation significative d'arriérés, par exemple, poussera le montant de la dette à droite de V_{NS} . En conséquence, le gain éventuel que réaliserait un fonds

vautour qui achèterait cette créance au prix du marché sera supérieur à BC . On peut aisément observer que la distance entre la valeur de marché et la valeur faciale augmente continuellement en partant de l'origine vers la droite sur l'axe des abscisses. Trois implications majeures découlent du gain exogène provenant d'un comportement de type vautour : premièrement, tant qu'une action en justice bénéfique reste possible, il ne faut pas s'attendre à une implication volontaire des fonds vautours dans des mécanismes de résolution de crise de l'endettement basées sur des annulations partielles de dette ; deuxièmement, les fonds vautours ont intérêt à spéculer sur un alourdissement du fardeau d'une dette via une augmentation de celle-ci. Plus bas sera le prix d'une créance – en réponse à un poids plus important de la dette – plus rentable sera une action spéculative de type vautour. Enfin, les créanciers privés standards ont dès lors une motivation à céder leurs créances à des fonds vautours plutôt qu'à participer à une option d'annulation de dette si l'incertitude plane sur la capacité des fonds vautours à faire échouer ce type de plan. Ainsi, un retard de remboursement et une accumulation des arriérés aura tendance à davantage encourager l'action des fonds vautours plutôt que de la décourager. Comme d'une part les pays moins avancés sont exclus des marchés financiers et que, d'autre part, leur faillite n'aurait aucun effet sur le système financier, le type de solution de long terme évoqué dans le cas de la Grèce ne constitue point une alternative. Pour un pays comme la Grèce justement, les incitations des fonds vautours sont de nature à perturber l'adhésion des autres créanciers au plan de sauvetage.

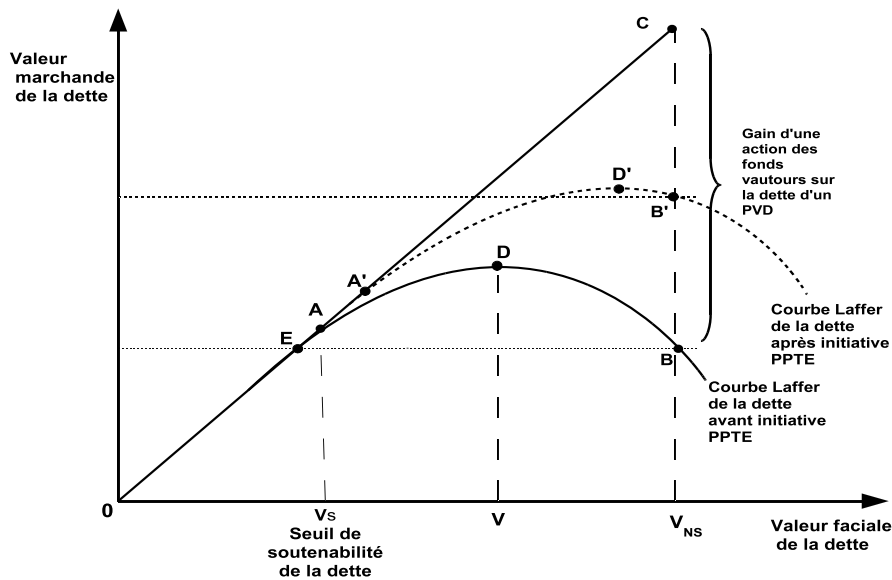
d. Asymétrie d'une résolution avec ou sans implication des créanciers publics et multilatéraux

On peut mettre en parallèle l'abandon de créances obtenues par les décideurs de la zone euro auprès des banques et l'IPPTE/IADM qui a aussi abouti à une annulation de la dette du groupe cible. Une différence majeure entre ces deux mécanismes est que la dette grecque visée était celle contractée vis-à-vis des banques privées alors que la dette visée dans l'IPPTE est essentiellement la dette publique bilatérale et celle contractée auprès des institutions multilatérales. D'une part, la Grèce, avec le concours des pays partenaires, reste ancrée sur les marchés financiers et obtient l'implication des créanciers privés ; et d'autre part, les pays les moins avancés, exclus des marchés financiers, ont

bénéficié de l'annulation d'une majeure partie de leur dette bilatérale et multilatérale sans l'implication des créanciers privés dont les fonds voutours. Cette asymétrie permet de voir à l'aide de la figure 2 comment un programme d'annulation de la dette peut être un incitant pour un comportement de type voutour.

Partant toujours d'un montant V_{NS} , la figure montre l'effet de l'annulation partielle ou totale publique ou multilatérale sur le comportement de type voutour. Soit un pays qui a atteint le point d'achèvement de l'IPPTE et obtenu une annulation substantielle de dette publique et multilatérale. Les arguments en faveur de l'annulation de dette stipulent que la réduction du poids de la dette, en agissant notamment comme stimulant pour l'investissement national, accroît la capacité de remboursement du pays débiteur. Les créances privées,

Figure 2 : Effet d'une réduction de la dette de type IPPTE/IADM sur la courbe Laffer de la dette .



bien que non concernées par ladite annulation, vont également s'apprécier. Leur prix de marché augmente du fait de meilleures perspectives de remboursement ; ce qui est symbolisé par un déplacement de la courbe de la dette vers le haut. On constate donc qu'un fonds vautour détenant une créance sur ce pays n'a toujours pas un intérêt quelconque à accorder une réduction de dette à travers un traitement endogène du poids de la dette. Son gain à travers une action de justice (BC) est toujours plus intéressant qu'un passage du point B' au point D'. Par ailleurs, cette opération d'annulation de dette publique et multilatérale est de nature à renforcer l'incitation à l'action de type vautour sur la dette privée. En effet, si le gain potentiel de ce type d'action est toujours de BC, le passage à une courbe de dette supérieure agit comme un signal positif pour agir. Il devient plus aisé d'intenter une action de justice car l'effort de paiement supplémentaire – au-delà de la valeur de marché – se réduit de BC à B'C. On peut interpréter le montant attendu BB' comme l'incitant supplémentaire offert par l'IPPTE. Du point de vue des fonds vautours, c'est plus facile de contraindre un État débiteur au paiement d'un montant plus proche de ce l'on pense qu'il est capable de payer sans contrainte.

e. La détérioration des conditions socio-économiques et le comportement des fonds vautours

La figure 2 permet aussi de relever à quel point le comportement des fonds vautours peut être aux antipodes de la recherche de l'amélioration des conditions socio-économiques d'un pays en difficulté. Une détérioration de la si-

tuation économique et financière d'un PVD confronté à un poids de dette insoutenable – et détériorant davantage les perspectives de remboursement – rend encore plus profitable un comportement de type vautour. En effet, imaginons qu'une récession survienne et que les dites perspectives de remboursement du pays débiteur soient revues à la baisse. Graphiquement, cela signifie un déplacement de la partie concave de la courbe de la dette vers le bas, soit l'inverse du cas traité dans la sous-section d. Pour un montant de dette VNS, la récession déplacerait la valeur de marché de la dette – ou montant attendu de VNSB' à VNSB. Une pareille situation ouvre une opportunité de plus-value encore plus importante pour une action de type vautour.

Le cas du Liberia qui a déclaré en 2009 ne pas être en mesure de rembourser 20 millions de dollars¹ réclamés par les fonds vautours Wall Capital Ltd et Hamsah Investments, enregistrés respectivement dans les îles Caïmans et les îles Vierges britanniques, permet de souligner les implications de cette divergence d'intérêts. Un pays qui déclare ne pas être en mesure de rembourser à cause d'une grave crise économique, due notamment à une guerre civile comme ce fut le cas du Liberia, lance en fait un signal à des fonds d'investissements qu'une opportunité de gains se crée. Les créances sur ce pays sont susceptibles de subir une décote sur les marchés secondaires. Un fonds d'investissement peut alors les racheter et réaliser un gain fi-

1. Voir le journal en ligne Les Afriques. L'article "Liberia : le gouvernement ne peut pas rembourser la dette aux fonds vautours", a été mis en ligne 9 décembre 2009. Il est consultable sur le site www.lesafriques.com via le lien <http://www.lesafriques.com/liberia/liberia-le-gouvernement-ne-peut-pas-rembourser-la-dette-aux-fonds-vaut.html?Itemid=62?articleid=20936>

nancier plus important qu'avant ce type d'annonce. Le désarroi libérien signifie une prospérité probable pour ces fonds. Le terme « vautour » prend bien tout son sens.

4. CONCLUSION : VERS UNE IMPLICATION PLUS VOLONTARISTE POUR DÉFENDRE LA PRATIQUE DE L'ANNULATION DE DETTE SOUVERAINE CONTRE LES FONDS VAUTOURS

L'analyse ci-dessus débouche sur plusieurs enseignements :

Premièrement, l'annulation de dette souveraine qui s'installe davantage dans la pratique internationale a bel et bien une base théorique qui suggère qu'une annulation partielle serait bénéfique tant pour le créancier privé que pour le pays débiteur. Une base empirique soutient cette théorie, même si d'autres études empiriques vont dans le sens inverse. Dans les faits, plusieurs pays bénéficient des programmes d'annulation partielle de leur dette souveraine qui en allègent le poids.

Deuxièmement, un premier type d'asymétrie existe bien entre un pays appartenant à une zone financière prospère et un PVD endetté. La solution d'annulation de dette par les créanciers privés standards est envisageable, même si les fonds vautours peuvent perturber le processus pour l'un. Pour l'autre, exclu des marchés financiers, les fonds vautours sont les seuls actifs sur le marché secondaire de sa dette. Ceux d'entre eux qui ont racheté sa dette n'ont aucune incitation à l'annuler partiellement.

Troisièmement, une accumulation d'arriérés de remboursement qui gonfle le montant de la dette, notamment à travers des sanctions judiciaires finan-

cières obtenues par des fonds vautours d'une part, et une détérioration de la situation socio-économique débouchant sur un poids de la dette encore plus pesant d'autre part, seraient de nature à profiter aux fonds vautours soit en créant des opportunités de gain, soit en provoquant des plus-values sur des créances détenues. Une incertitude sur l'évolution de la situation financière d'un pays est donc susceptible de pousser des créanciers standards à privilégier la cession de leurs créances aux fonds vautours plutôt qu'à négocier dans le cadre d'un plan d'annulation de dette.

Enfin, on peut retenir que les initiatives d'annulation de dette par les autres créanciers, qu'ils soient privés, publics ou multilatéraux, profiteraient nécessairement aux fonds vautours qui, s'ils arrivaient par leurs actions à contrarier l'assainissement financier des États bénéficiaires d'annulations de dette, seraient in fine les seuls gagnants de telles initiatives, menaçant par là-même la pratique.

Le modèle graphique utilisé permet d'identifier la source des incitations des fonds vautours. C'est la possibilité qu'ils ont de pouvoir, de manière exogène via les décisions des tribunaux, à obtenir le remboursement des sommes qui leur sont reconnues par jugement. En d'autres termes, le montant attendu et la valeur faciale de la dette restent identiques sur l'axe à 45° pour les fonds vautours, alors que les autres créanciers privés agissent sur base de la courbe Laffer de la dette. La protection de la pratique de l'annulation de dette passe donc par une intervention exogène pouvant éliminer « l'avantage des fonds vautours ». Cela pourrait passer par une action et des décisions politiques, à

l'instar des projets de lois en gestation dans plusieurs pays occidentaux¹. Le chemin encore à parcourir consisterait, d'une part, à intégrer dans les textes de lois des mesures qui consacraient des restrictions aux transactions sur les créances souveraines, et d'autre part, à traiter le problème au niveau global pour une coordination des efforts. Et sur ce plan, la loi européenne interdisant la spéculation sur la dette souveraine à travers les CDS est une bonne prémice. Elle consacre le caractère particulier de la dette souveraine qu'il faudrait encadrer légalement au détriment des sacrosaints principes du libre-échange. Elle s'applique au niveau européen ; ce qui représente une contrainte plus étendue pour les éventuels fonds vautours. Elle a aussi le mérite d'avoir été pensée, discutée et votée au Parlement européen en un temps record, comparativement aux projets de lois nationales sur les fonds vautours. Puisse la communauté internationale s'en inspirer pour aller encore plus loin.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Arnone, Marco & Andrea F. Presbitero (2010). *Debt relief initiatives : Policy Design and Outcomes*. Ashgate.

Arslanalp, Serkan & Henry, Peter Blair (2005). Is Debt Relief Efficient? *The Journal of Finance*, vol. LX, no. 2, avril 2005.

Arslanalp, Serkan & Henry, Peter Blair (2006). Policy Watch : Debt Relief, *Journal of Economic Perspectives*, Vo-

lume 20, Number 1, Winter 2006, Pages 207-220.

Asiedu, Elizabeth (2003). Debt relief and institutional reform: a focus on Heavily Indebted Poor Countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 43 (2003) 614-626.

Chauvin, N.D. & A. Kraay, (2005) "What Has 100 Billion Dollars Worth of Debt Relief Done for Low-Income Countries?" Research paper draft, Princeton University and Inter-American Development Bank, September.

Cline R., William (1995). *International Debt Reexamined*. Institute for International Economics. Washington, DC.

Deshpande Ashwini (1997). The debt overhang and the disincentive to invest. *Journal of Development Economics*, Vol. 52, pp : 169-187.

Easterly, William (2002). How Did Heavily Indebted Poor Countries Become Heavily Indebted? Reviewing Two Decades of Debt Relief. *World Development* Volume 30, No. 10, pp. 1677-1696.

Fonchamnyo, Dobdinga C. (2009). Debt Relief Incentives in Highly Indebted Poor Countries (HIPC): An Empirical Assessment, *International Advances In Economic Research*, Volume 15, pp 322-335, doi 10.1007/s11294-009-9211-1.

Fukuda, Kenneth H. (2008). FAQ: What is a Vulture Fund? May 2008. University of Iowa. Posted on web at <http://www.uiowa.edu/ifdebook/faq/Vulture.shtml>.

Hussain, M. Nureldin & Gunter, Bernhard G. (2005), External Shocks And The HIPC Initiative: Impacts On Growth And Poverty In Africa, *African Development Review*, volume 17 (3), pp. 467-492.

Johansson, Pernilla (2009). Debt Relief, Investment and Growth., *World*

1. Notamment en Belgique, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Development Vol. 38, No. 9, pp. 1204–1216. doi:10.1016/j.worlddev.2009.11.021.

Kaiser, Jürgen (2011). *Résoudre les crises de dette souveraine : vers un cadre international de désendettement équitable et transparent*. Dialogue sur la mondialisation de la Friedrich-Ebert-Stiftung, Janvier 2011.

Krugman, Paul (1988). Financing versus Forgiving a Debt Overhang, *Journal of Development Economics*, Volume 29 (November), pp 253–268.

Krugman, Paul (1989). *Market-Based Debt-reduction Schemes*. In Frenkel, Dooley and Wickham, eds. Analytical Issues in Debt, international Monetary Fund. Washington, DC; 1989.

Rao, Vilas (2007). Debt Forgiveness and Sovereign Credit Ratings in *De-*

veloping Countries. Stanford University, May 2007.

Sachs, Jeffrey (1989). The Debt Overhang of Developing Countries. In Calvo et al. Eds., *Debt, Stabilisation and Development : Essays in Honor of Carlos Diaz-Alejandro*, Oxford : Balckwell, 1989.

Sachs, Jeffrey & Harry Huizinga (1987). *U.S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis*. Brookings Papers on Economic Activity 2, pp. 555–606.

Swapan Sen, Krishna M. Kasibhatla & David B. Stewart (2007). Debt overhang and economic growth—the Asian and the Latin American experiences. *Economic Systems*, 31, pp : 3–11. ¶

